

基金热点问题之

——开放式基金流动性风险

白玉玲

(厦门大学经济学院金融系 福建 厦门 361001)

摘要：近年来，随着基金的发展，基金市场逐步壮大，投资基金市场涌现许多关于基金的热点问题。例如基金能否稳定市场，开放式基金的流动性带来的利弊等等。本文将主要通过开放式基金流动性风险的介绍，指出流动性风险的危害性，并提出对开放式基金的管理建议。

关键词：开放式基金 流动性风险 建议

一、开放式基金的概念

开放式基金在国外又称共同基金，它和封闭式基金共同构成了基金的两种运作方式。开放式基金是指基金发起人在设立基金时，基金单位或股份总规模不固定，可视投资者的需求，随时向投资者出售基金单位或股份，并可应投资者要求赎回发行在外的基金单位或股份的一种基金运作方式。投资者既可以通过基金销售机构购买基金使基金资产和规模由此相应增加，也可以将所持有的基金份额卖给基金并收回现金使得基金资产和规模相应的减少。投资者可以随时购买或赎回基金份额。

目前，开放式基金已成为国际基金市场的主流品种，美国、英国、我国香港和台湾的基金市场均有 90% 以上是开放式基金。相对于封闭式基金，开放式基金在激励约束机制、流动性、透明度和投资便利程度等方面都具有较大的优势。然而，开放式基金份额的自由赎回优势，却也导致了开放式基金难以避免的流动性风险，在非常情况下，基金流动性风险会剧增并导致灾难性的流动性危机。潜在流动性危机的有效防范与对爆发中的危机的有效控制就成了开放式基金必须解决的理论和现实难题。

二、开放式基金的流动性危机的产生及影响

开放式基金区别与封闭式基金最显著之处就在于其自由赎回制度。封闭式基金一旦成立，在存续期内其规模是相对固定的，投资者不能直接赎回和购买新的基金份额，只能通过二级市场买卖已经发行了的基金股票。开放式基金由于其赎回制度的存在而规模不能固定：投资者在其成立后不但仍然可以自由地购买基金份额，而且他们还可以自由赎回其购买的基金份额。开放式基金与封闭式基金的这种差别是其优势所在，因为它为投资者提供了相对便利的进入和退出机制，但赎回制度这一优势也同时导致了开放式基金的流动性风险。在非常情况下，基金流动性风险会剧增并导致灾难性的流动性危机。

开放式基金的流动性是指开放式基金在不产生损失的情况下，可以随时以现金头寸或变现的资产来满足投资人赎回要求的能力。开放式基金的流动性风险就是上述能力受到损伤的风险，也就是说基金不能提供充分的流动性以满足投资者赎回要求的风险。开放式基金的资产来源结构的特点决定了开放式基金的流动性风险主要来自其基金份额自由赎回的制度。在这种制度下，基金管理人为了应付可能出现的赎回，

必须保留一部分的现金或具有高度流动性的非现金资产。但是，由于保留现金或是变现证券资产会成生机会成本或遭受损失，基金的收益率必然会受到影响。这样基金管理人必须在保持流动性以应付赎回和获得尽可能大的投资收益之间寻求协调。这样，基金自由赎回制度引发了基金自身流动性和盈利性之间的内在矛盾，导致了其难以避免的流动性风险。基金的流动性风险与投资人的赎回要求是正相关的，较大的赎回要求必然反映为流动性风险的剧增。

开放式基金的流动性危机是指这样一种事件和过程：开放式基金在出现较大损失的情况下，较大损失引起赎回要求和流动性风险的剧增，导致基金流动性头寸不能满足投资人赎回要求，并且，投资人和其它相关主体的非理性行为为进一步引发基金被动抛售资产、基金遭受贬值亏损和投资人赎回要求增加之间的相互促进与恶性循环。在基金投资失误，证券市场行情不佳，突发政策变动或基金管理公司出现突发事件等非正常情况下，基金资产的净值往往会出现下降而产生较大的资产损失，那么部分基金投资者就有可能非理性地向基金管理公司要求大量赎回基金份额，基金流动性风险剧增。此时，如果基金管理公司没有足够的现金资产满足赎回申请，那么流动性危机就会爆发。为了应对危机，基金不得不变现其所投资的证券资产，在非常情况下抛售证券资产行为与其它市场主体的非理性行为的汇合，基金将很难不遭受巨大损失，从而基金资产价格会进一步的下跌，投资人和其它相关主体的非理性行为就更容易发生，流动性危机自我循环。当流动性危机导致巨额赎回产生时，基金就极可能面临倒闭清算的灾难性后果。

三、对于开放式基金流动性风险的管理

由于流动性风险可能给基金和证券市场带来巨大损失，因此必须加强理性证券市场的建设，这就需要市场的不断成熟和完善，这一工作是需要管理层和各市场主体共同来完成的。如果市场理性不足的话，在基金能够获得足够的流动性头寸支持的情况下，危机也是可以控制的，所以基金自身要积极的寻找紧急流动性头寸的合理保证，但也离不开管理层对基金流动性头寸可获得性的多方面支持。

(一) 加强理性证券市场建设，以市场自身力量形成对危机的有效控制

我国证券市场目前还是一个很不成熟和很不完善的市场，在这样的市场环境下，投资者的非理性行为是普遍存在

的。因此,要有效控制流动性危机,使其在爆发后也能得到有效的遏止,就必须加强市场理性的建设,这项工作是要有管理层和证券市场上各类主体来共同完成的。投资者形成对市场的理性预期的前提在于市场的完善性和成熟性,因此理性证券市场的建设就应该是市场的不断完善和成熟。

就目前的条件来看,以上工作应该集中在如下方面:首先是规范上市程序,取保上市公司的质量;第二,要创造一个公平、透明的环境,使所有的投资者处在同一起跑线上,尤其是保护中小投资者的权益。第三,在于绕开地方政府的不正当干预,建立一个统一、有效、公平的市场。第四,要加大中介机构的权利、责任和义务,同时要形成对中介机构的有效监管。第五,要进一步发展规范的机构投资者,逐步转变整个市场的投资理念。第六,要通过提升会计和信息披露标准以及公司和会计师事务所的操守,提高上市公司财务信息的质量。

(二)开放式基金应在管理层的配合下寻求紧急流动性头寸的合理保证

在危机爆发后,如果市场理性不足以有效控制危机的话,在基金能够获得足够的流动性使得的情况下,危机也是可以得到有效控制的。如前文所述,在危机中,基金已不应该通过自身资产的转换来获得流动性头寸,因此基金必须寻求紧急流动性头寸的合理保证,这一工作需要管理层对基金流动性头寸可获得性的多方面支持。开放式基金应该加强与银行和货币市场的联系,努力树立起信用良好的形象。以便在出现投资损失时,能够获得紧急流动性头寸的合理保证。然而,目前我国分业经营政策在客观上造成了货币市场和证券市场的人为分割,这就为开放式基金紧急流动性头寸的获得设置

了障碍。实际上,货币市场和证券市场是密切联系的,而且这种联系是天然的和客观的,统一于整个金融大市场中。证券市场孕育了高风险,但也给投资者高的回报,货币市场则为投资者提供流动性。在我国,资本市场和货币市场被人为分割,它们之间的天然联系被切断,相互之间资金自由流动的渠道被封锁,降低了金融资产的流动性。货币市场最重要的特点是它的流动性较强,可以及时的弥补证券市场流动性的不足。那么,从对开放式基金紧急流动性头寸提供和从对整个证券市场流动性头寸提供的角度来说,我国有必要实现货币市场和证券市场的合理连接,加强银行与证券市场众多机构的合作。

此外,在基金不能从银行或货币市场其他机构获得紧急流动性头寸以应对流动性危机时,中央银行应该向对待商业银行一样,担负起“最后贷款人”的职责。这对整个开放样基金业的正常稳健运行是很有必要的。基金在其面临严重的流动性不足时,可以凭其资产做抵押向中央银行获得贷款。中央银行此种职能的发挥,将可以使基金避免不必要的资产抛售所带来的损失,还可以避免基金倒闭在金融市场上的产生的恐慌局面,防止“多米诺骨牌效应”的出现。而且,中央银行“最后贷款人”的角色可以有效的稳定投资人的心理,在一定程度上可以减轻市场非理性行为的发生。

参考文献:

[1]、童文俊开放式基金的流动性危机:模型、防范与控制[J]当代财经 2003 年第 6 期

[2]、段卫平开放式基金遭遇“特里芬”难题[J]银行家 2002 年第 6 期

(上接 42 页)

4、树立企业内部各部门责、权、利相结合的原则

要防范和降低企业的财务风险,应坚持集权适度,分权合理的原则,在适度集权的基础上,企业应建立责、权、利相结合的机制。在企业的组织结构体系中,各企业具有不同的分工和职能,在生产、技术和经济等诸多方面存在差别,这种差别要求我们必须针对不同的职能部门规定不同的经济责任,划分不同的经济职能。这既是防范与化解财务风险的重要措施,也是确保企业财产安全和财务活动合法性的有效手段。

(三)强化企业的财务监督机制

财务监督机制主要由财务检查与内部审计两个方面构成。财务检查主要由财务部门对所属单位进行的财务检查。检查的重点是国家财经法规、政策的执行情况,经董事会批准的公司重大经营计划、方案的执行情况等。对于检查出的财务问题,要求纠正并限期反馈纠正情况,涉及个人责任追究问题,按规定程序进行处理。

审计监督是内部监督的第二道关。审计部门可将不同部门的业务、所属企业的遵纪守法情况进行风险评估,然后确定审计单元清单,安排循环审计。审计工作的重点是评审某一项目或单位对财经法规和集团内部各项制度、决议、决定的执行情况,并提出改进的要求,以加强管理,提高管理效率。

(四)建立企业财务预警系统

财务预警系统,是通过设置并观察一些敏感性财务指标的变化,而对企业可能或将面临的财务危机实现预测预报功能的财务分析系统。财务监测与预警是指在微观财务指标的基础上建立预警模型,从宏观的角度综合反映企业整体财务状况,并对各运行指标进行观察、识别,判定经济运行的景气状态,并发出财务危机的预警信号。作为一个企业必须要时刻监测自己的经营业绩和财务状况,因此企业可以利用此系统进行对比分析,寻找差距并对自身的潜在危机进行预警,使企业实施财务监控、尽早发现财务问题并及时采取有效措施。建立风险预警信号系统的首要任务,是选择在不同方面反映企业财务活动风险的预警指标。我国企业已具备了建立财务风险预警系统的条件,应该建立财务风险预警系统,充分发挥风险管理的预防功能。

参考文献:

[1]宋宪中、熊楚熊《公司理财》[M].浙江人民出版社,2000

[2]张友棠《财务预警系统管理研究》[M].中国人民大学出版社,2002

[3]张鸣、张艳、程涛《企业财务预警前沿》[M].中国财政经济出版社,2004

[4]宁宇之,“企业财务风险的衡量及规避”[J].《中国审计》,2000.4.